

兴证期货·研发中心

2020年08月03日 星期一

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格编号：F3004203

投资咨询编号：Z0012934

俞尘泯

从业资格编号：F3060627

联系人

俞尘泯

021-20370946

yucm@xzfutures.com

## 内容提要

### ● 行情回顾

7月铜价继续走高。海外疫情对铜矿生产影响发酵叠加宏观层面欧美实体经济底部复苏，铜价一度冲高至53000元/吨以上。截至2020年7月31日，沪铜主力CU2009收于51820元/吨，月涨幅6.47%。

### ● 后市展望及策略建议

1. **铜矿相对紧缺，铜矿加工费TC下滑至50美元/吨以下。**主要生产地疫情对铜矿产量影响仍在发酵，二季度主要矿企产量下滑8.35%，铜矿相对紧缺的状况延续，从矿企对下半年产量预期来看，大部分矿企仍担忧疫情对人员流动限制导致产量受损，我们预计三季度铜矿产量恢复力度有限，铜精矿加工费TC大概率维持低位。

2. **冶炼厂经营压力较大，对精炼铜供应的影响逐步发酵。**50美元/吨以下的加工费对国内部分冶炼厂来说，已经亏损至现金成本，冶炼厂生产经营压力较大。目前国内已有部分铜冶炼厂受到原料紧张及利润下滑影响下调产量或进行检修调节，其中主要以民营性炼厂为主，后期精炼铜供应将逐步受到影响。

3. **国内实体经济向好，铜消费稳定。**国内工业活动恢复正常，7月制造业PMI超预期恢复至51.1，从铜下游开工来看，电线电缆企业开工率自4月份以来连续4个月超过100%，国内铜消费稳中向好。

4. **海外欧美发达国家底部复苏，对国内铜消费的正向拉动作用有望逐步显现。**欧元区7月份制造业PMI超预期回升至51.1，美国7月制造业恢复至52.6，对国内铜消费的正向拉动作用有望逐步显现（中国出口至海外铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量20%以上）。

综上，我们认为供应端铜矿加工费处于绝对低位，后期将逐步影响精炼铜供应，叠加国内外需求不差，铜价虽然短期在中美关系等外围不稳定情绪影响下出现回调，但中长期向上趋势难改变。

### ● 风险提示：

1. 海外疫情发展不确定；
2. 中美关系不稳定。

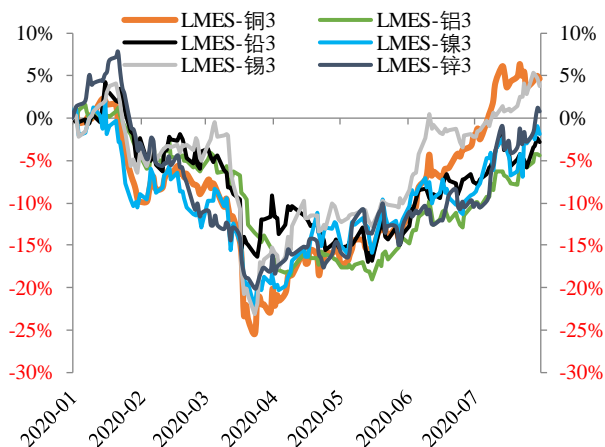
## 报告目录

<b>1.行情回顾</b> .....	<b>3</b>
<b>2.疫情情况</b> .....	<b>3</b>
<b>3.基本面</b> .....	<b>5</b>
3.1 铜矿实质性减产，铜矿加工费降至 50 美元/吨以下 .....	5
3.1.1 全球大矿企 2020 年二季度产量大幅下滑 .....	5
3.1.2 加工费降至 50 美元/吨以下，铜冶炼厂主动检修预期增强.....	8
3.2 国内下游消费稳定.....	9
3.2.1 电线电缆开工维持高位.....	9
3.2.2 电网投资同比转正 .....	10
3.2.3 空调产量大幅回升 .....	11
3.2.4 汽车产量大幅回升 .....	11
3.2.5 海外欧美发达国家制造业底部复苏 .....	12
3.3 铜库存维持相对低位 .....	13
<b>4.宏观面：海外疫情不确定性仍较大</b> .....	<b>15</b>
<b>5.结论</b> .....	<b>16</b>
<b>6.风险提示</b> .....	<b>16</b>

## 1. 行情回顾

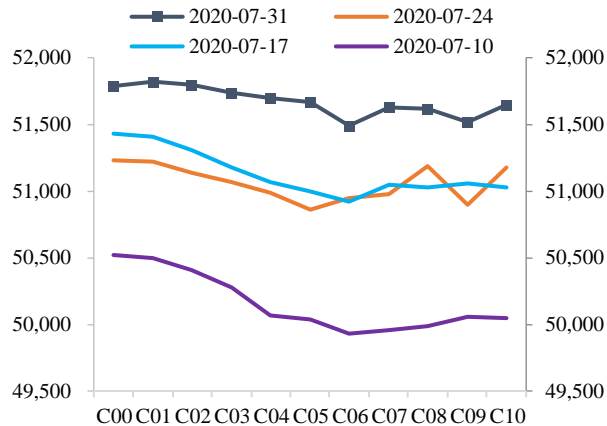
7 月铜价继续走高。海外疫情对铜矿生产影响发酵叠加宏观层面欧美实体经济底部复苏，铜价一度冲高至 53000 元/吨以上。截至 2020 年 7 月 31 日，沪铜主力 CU2009 收于 51820 元/吨，月涨幅 6.47%。

图1: LME各品种2020年以来涨跌幅



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图2: 沪铜期限结构 (单位: 元/吨)

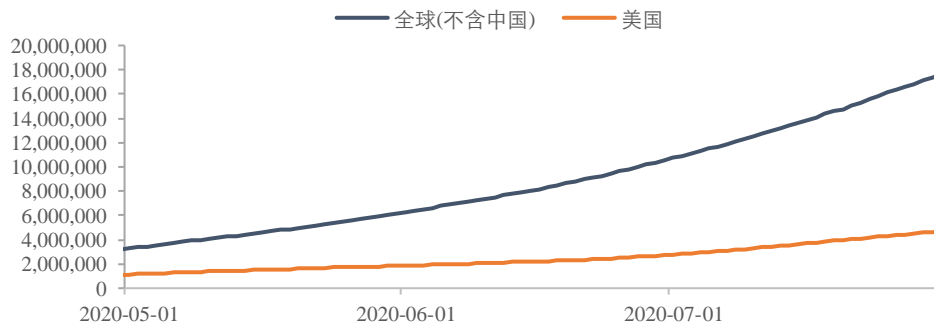


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2. 疫情情况

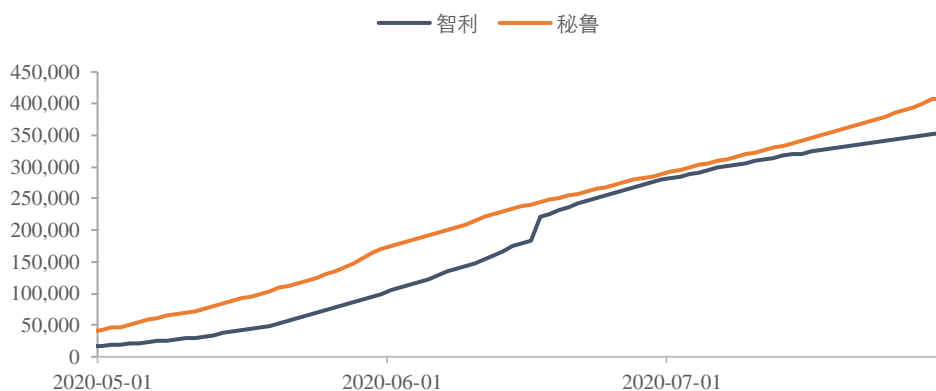
海外疫情继续恶化。截至 7 月 31 日，海外确诊病例超过 1700 万人，其中美国最为严重，确诊病例超过 470 万人。智利、秘鲁（智利、秘鲁占全球铜矿产量比重 40%）等主要铜矿生产地疫情仍较为严重，智利确诊病例 35 万人以上，秘鲁确诊病例达到 40 万人以上。

图3: 海外累计确诊人数 (单位: 人)



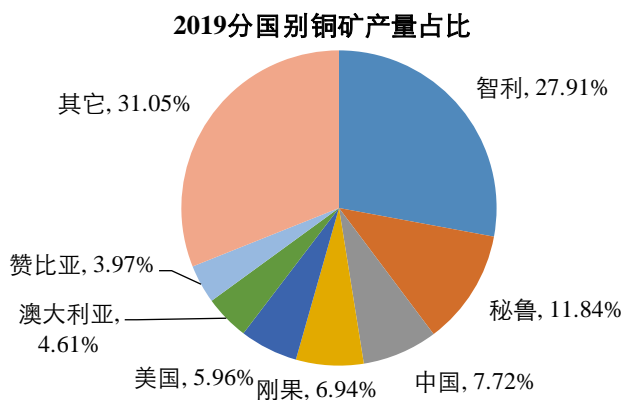
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

**图4：智利、秘鲁累计确诊人数（单位：人）**



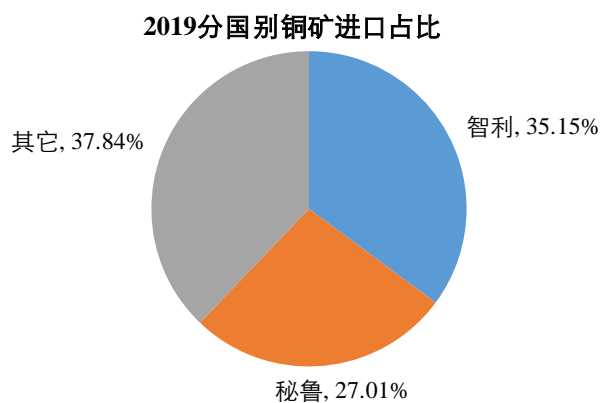
数据来源：Wind，兴证期货研发部

**图5：智利、秘鲁占全球铜矿产量40%**



数据来源：Wind，兴证期货研发部

**图6：中国从智利、秘鲁进口铜矿占比达62%**



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3. 基本面

铜矿相对紧缺，铜矿加工费 TC 下滑至 50 美元/吨以下。主要铜矿生产地疫情对铜矿产量影响仍在发酵，二季度主要矿企产量下滑 8.35%，铜矿相对紧缺的状况延续，从矿企对下半年产量预期来看，大部分矿企仍担忧疫情对人员流动限制导致产量受损，我们预计三季度铜矿产量恢复力度有限，铜精矿加工费 TC 大概率维持低位。

冶炼厂经营压力较大，对精炼铜供应的影响逐步发酵。50 美元/吨以下的加工费对国内大部分冶炼厂来说，已经亏损至现金成本，冶炼厂生产经营压力较大。目前国内已有部分铜冶炼厂受到原料紧张及利润下滑影响下调产量或进行检修调节，其中主要以民营性炼厂为主，后期精炼铜供应有望逐步受损。

国内实体经济向好，铜消费稳定。国内工业活动逐步恢复正常，7 月制造业 PMI 超预期恢复至 51.1，从铜下游开工来看，电线电缆企业开工率自 4 月份以来连续 4 个月超过 100%，国内铜消费稳中向好。

海外欧美发达国家底部复苏，对国内铜消费的正向拉动作用有望逐步显现。欧元区 7 月份制造业 PMI 超预期回升至 51.1，美国 7 月制造业恢复至 52.6，对国内铜消费的正向拉动作用有望逐步显现（中国出口至海外铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量 20%以上）。

综上，我们认为供应端铜矿加工费处于绝对低位，后期将逐步影响精炼铜供应，叠加国内外需求不差，铜价虽然短期在中美关系等外围不稳定情绪影响下出现回调，但中长期向上的概率更大。

#### 3.1 铜矿实质性减产，铜矿加工费降至 50 美元/吨以下

智利、秘鲁等主要铜矿生产地疫情仍较为严重，全球主要大矿企产量受损严重，二季度产量同比下滑 8.35%，从矿企对下半年产量预期来看，大部分矿企仍担忧疫情对人员流动限制导致产量受损，我们预计三季度铜矿产量恢复力度有限，铜精矿加工费 TC 大概率维持低位。

##### 3.1.1 全球大矿企 2020 年二季度产量大幅下滑

全球前大矿企 2020 年二季度产量铜矿产量大幅下滑，预计三季度产量恢复力度有限。

分矿企来看，Glencore 二季度产量同比下滑 4.75 万吨（-14%）。旗下在非洲的 Mutanda 矿

山仍处于检修状态，位于秘鲁的 Antamina 矿山二季度因为疫情影响暂停生产 43 天，在秘鲁的另外一座矿山 Antapaccay 因为原矿品位下滑导致产量受损近 1 万吨。2020 全年产量预期方面，缩小产量预期上下边界至  $125.5 \pm 3.5$  万吨，但能否实现产量预期仍受制于疫情对矿山生产的影响。

Rio Tinto 二季度产量大幅下滑 5.97 万吨 (-27%)。旗下位于美国的 Rio Tinto Kennecott 工厂在 3 月 18 日地震中关闭部分设备导致二季度产量受损严重。2020 全年产量预期来看，仍维持在一季度报告中的下修 8.75 万吨至 68.25 万吨的预估。

BHP 二季度产量下滑 3.04 万吨 (-7%)，主因旗下位于秘鲁的 Antamina 矿山二季度因为疫情影响暂停生产 43 天，导致归属于公司的产量受损近 2 万吨。公司预计 2021 财年产量因为旗下位于智利的全球最大铜矿山 Escondida 品位下滑 4%，全年产量预期下滑 16 万吨左右，至 156.25 万吨。

Antofagasta 二季度产量下滑 2.09 万吨 (-11%)。旗下位于智利的 Centinela 矿山品位下滑导致产量受损 1 万吨以上。2020 全年产量预期维持在 72.5-75.5 的区间下沿，但仍受制于没有矿山因为疫情暂停生产的假定条件。

MMG 二季度产量下滑 2.41 万吨 (-24%)，主要因为位于秘鲁的 Las Bambas 矿山受疫情影响二季度产量损失 2.6 万吨。公司对 2020 年全年产量预期仍未更新，需等到矿山运营的恢复的确定性更大的时候，才会发布最新的 2020 年产量预期。

Vale 二季度产量下滑 1.38 万吨 (-14%)，背后主要原因也是疫情对巴西及加拿大矿山生产的影响，全年产量预期仍维持在 37 万吨。

First Quantum 二季度产量基本持平于去年同期，但由于旗下位于巴拿马的矿山 Cobre Panama 受疫情影响生产受损，2020 年产量预期在一季度报告已经下调 7.5 万吨的基础上，二季度报告再度下调 3.25 万吨，至 74.75 万吨。

Freeport 二季度产量微幅下滑 0.41 万吨，公司基于上半年的生产现状及对旗下矿山的评估，把 2020 年销量预期上调 2.27 万吨。

Anglo American 二季度产量增加 0.77 万吨 (+5%)，公司 2020 年铜矿产量预期维持在 64.5 万吨不变。

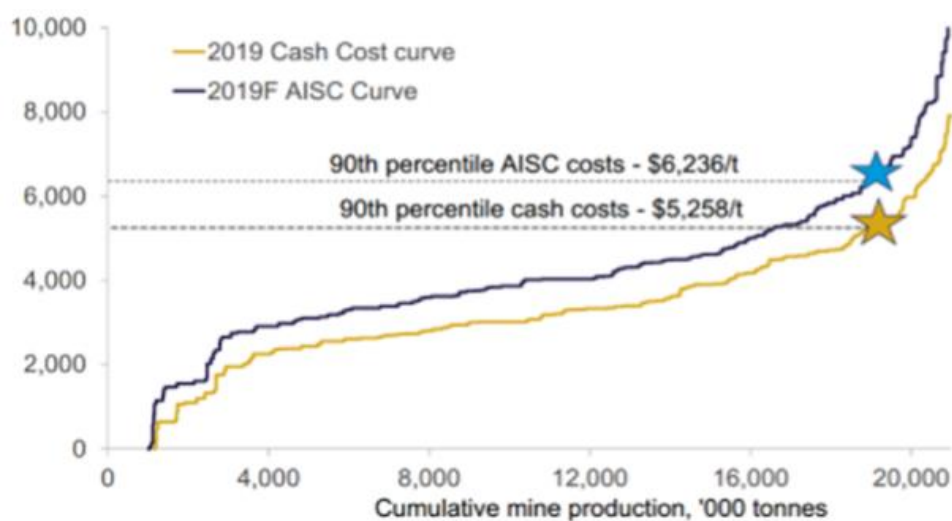
综合全球主要矿山的生产情况来看，我们认为三季度铜矿产量恢复力度有限，加工费 TC 难有实质性回升，大概率维持在 50 美元/吨以下。

表 1: 全球前 13 大矿企 2020 年二季度产量负增长-8.35%

序号	公司	2020Q2 (万吨)	2020Q2 增量 (万吨)	2020Q2 同比	2020Q2 环比	2020Q1 同比
1	Codeco					4.20%
2	Freeport	34.79	-0.41	-1.16%	4.92%	-6.28%
3	BHP Billiton	41.39	-3.04	-6.84%	-2.61%	1.26%
4	Glencore	29.48	-4.75	-13.88%	0.51%	-8.54%
5	Grupo Mexico	28.58	-0.28	-0.97%	4.81%	4.33%
6	Antofagasta	17.77	-2.09	-10.52%	-8.40%	2.86%
7	Rio Tinto	15.97	-5.97	-27.21%	-11.43%	-6.19%
8	KGHM Polska					0.81%
9	MMG	7.70	-2.41	-23.85%	-16.19%	-19.64%
10	Anglo American	16.68	0.77	4.84%	13.39%	-8.69%
11	First Quantum	16.91	0.07	0.39%	-13.43%	42.58%
12	Vale	8.45	-1.38	-14.04%	-10.58%	0.75%
13	Norilsk	12.49	0.04	0.31%	8.64%	-9.29%
14	Teck Resources	5.93	-1.77	-22.99%	-16.48%	1.43%
15	Kazakhmys	7.89	0.13	1.68%	5.34%	7.00%
<b>Total</b>		<b>233.66</b>	<b>-21.28</b>	<b>-8.35%</b>	<b>-1.80%</b>	<b>-0.62%</b>

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 7: 全球铜矿成本曲线 (美元/吨)

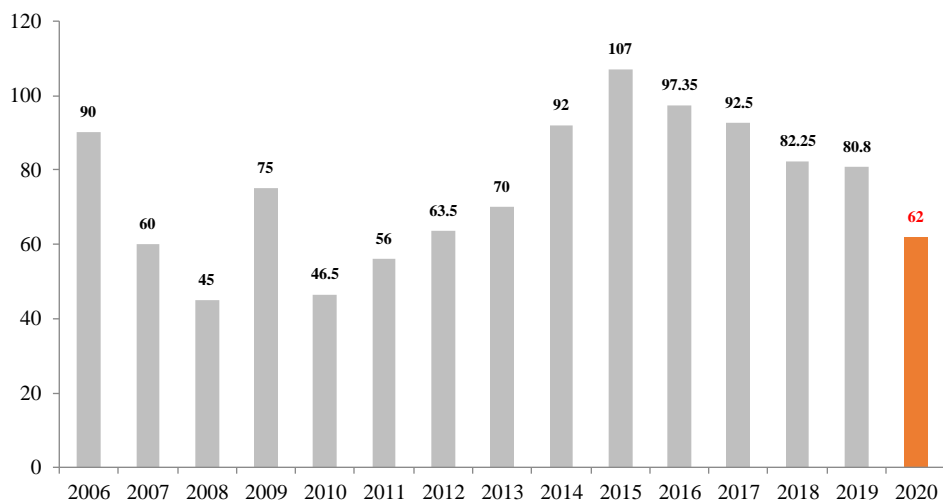


数据来源：CRU，兴证期货研发部

### 3.1.2 加工费降至 50 美元/吨以下，铜冶炼厂主动检修预期增强

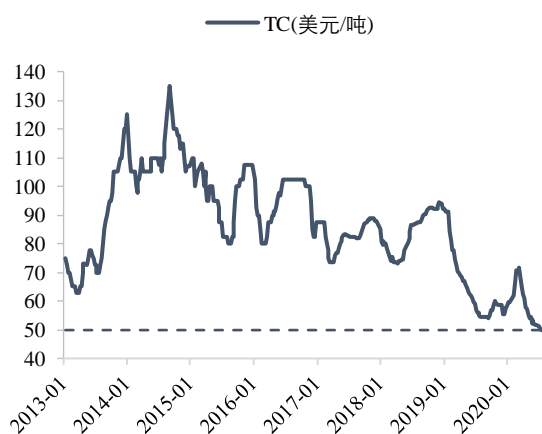
50 美元/吨以下的加工费对国内大部分冶炼厂来说，已经亏损至现金成本，冶炼厂生产经营压力较大。目前国内已有部分铜冶炼厂受到原料紧张及利润下滑影响下调产量或进行检修调节，其中主要以民营性炼厂为主，后期精炼铜供应可能逐步受损。

图 8: 2020 年铜精矿长单 TC 大幅下滑 18.8 美元/吨 (美元/吨)



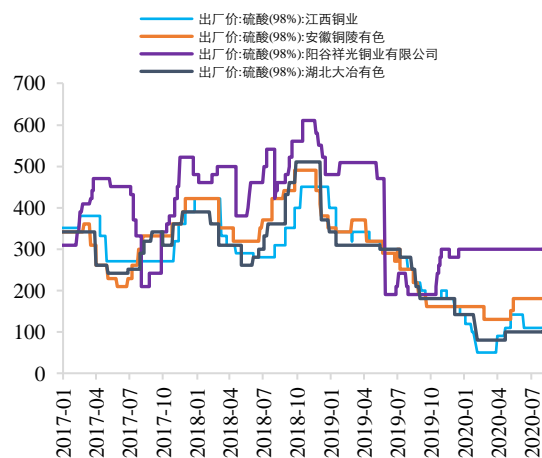
数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图 9: TC 下滑至 50 美元/吨以下 (美元/吨)



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10: 硫酸价格 (元/吨)



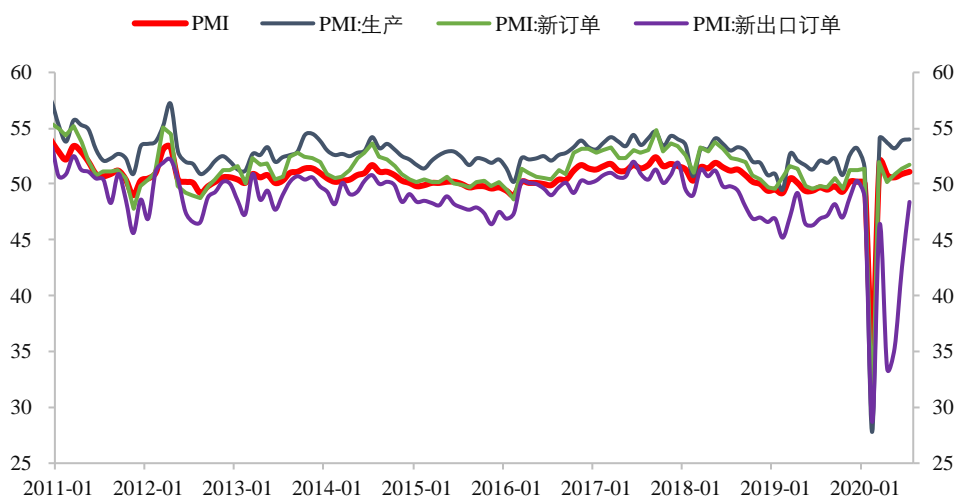
数据来源：Wind，兴证期货研发部



### 3.2 国内下游消费稳定

国内实体经济向好，铜消费稳定。国内工业活动逐步恢复正常，7月制造业 PMI 超预期恢复至 51.1，国内铜消费稳中向好。

图11：中国制造业PMI

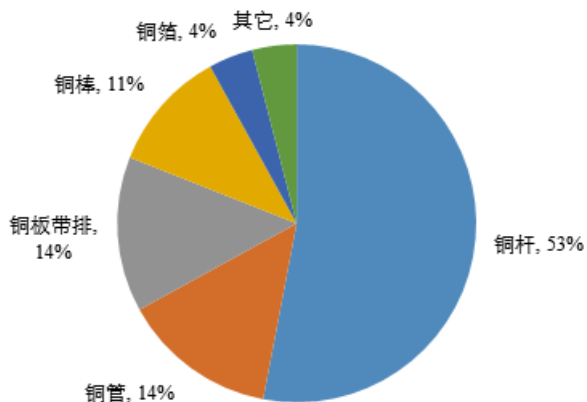


数据来源：Wind，兴证期货研发部

#### 3.2.1 电线电缆开工维持高位

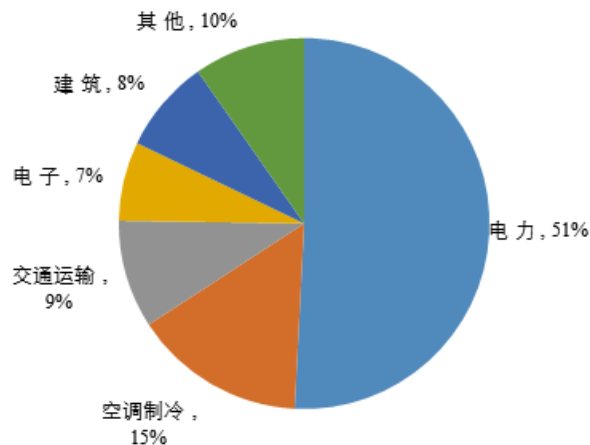
从铜下游开工来看，电线电缆企业开工率自4月份以来连续4个月超过100%。

图 12：国内铜消费按品种分布



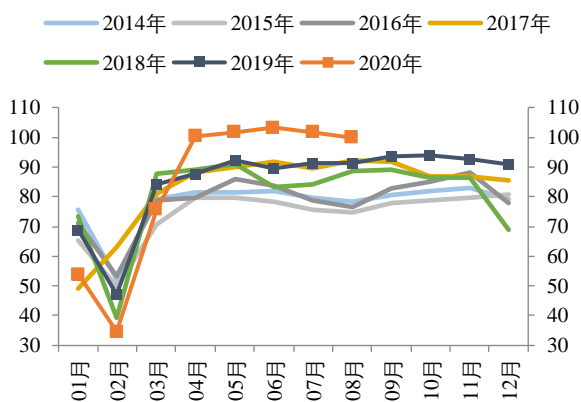
数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图 13：国内铜终端消费行业分布



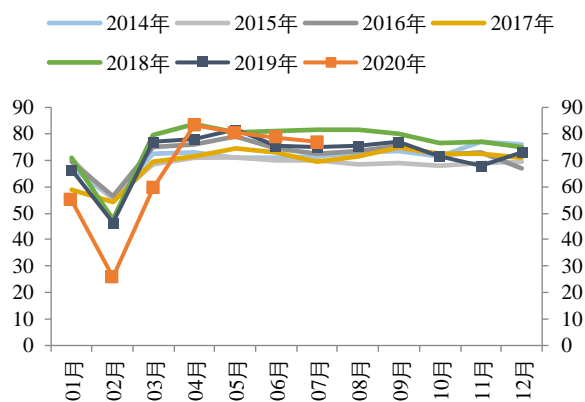
数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图 14: 电线电缆开工率 (%)



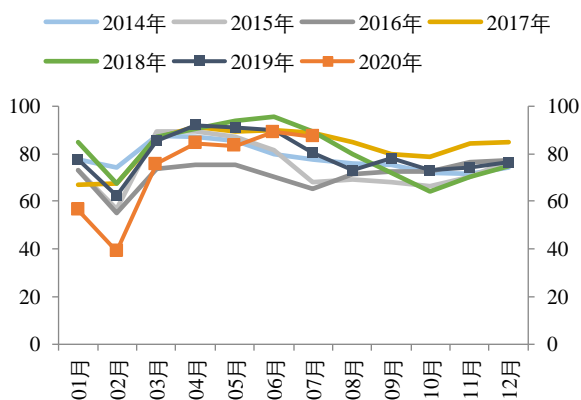
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 15: 铜杆开工率 (%)



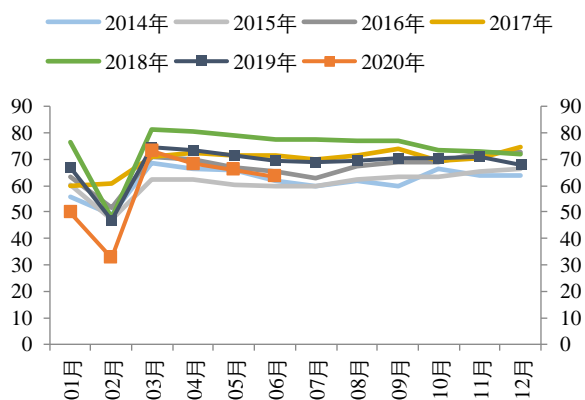
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 16: 铜管开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 17: 铜板带箔开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

### 3.2.2 电网投资同比转正

在基建等因素刺激下, 2020年6月单月电网投资完成额继续回升, 前6月实际完成额1657亿元, 同比转正0.70%。

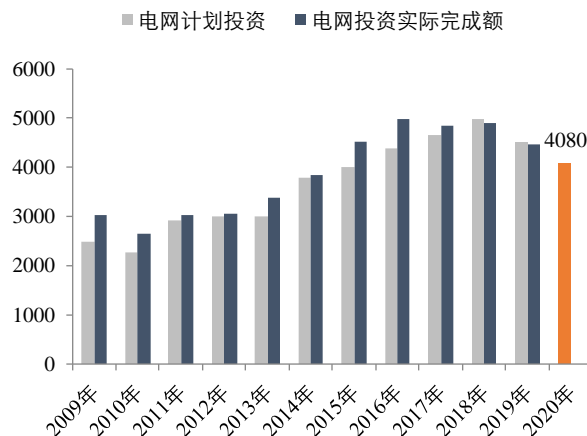
根据最新国家电网披露的数据, 2020年国家电网计划电网投资额为4080亿元, 同比2019年实际完成额下滑8.79%。

图 18: 电网投资继续回升



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 19: 国家电网计划投资额 (亿元)

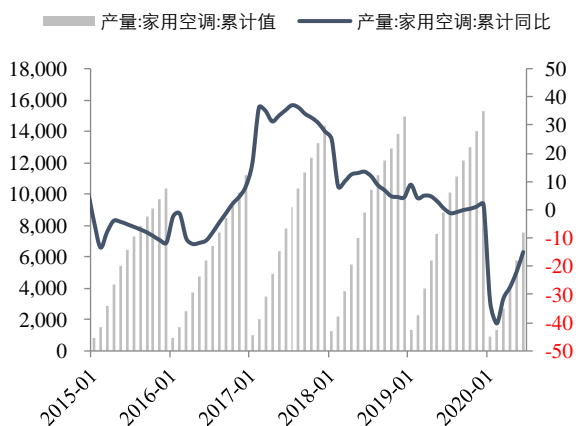


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.2.3 空调产量大幅回升

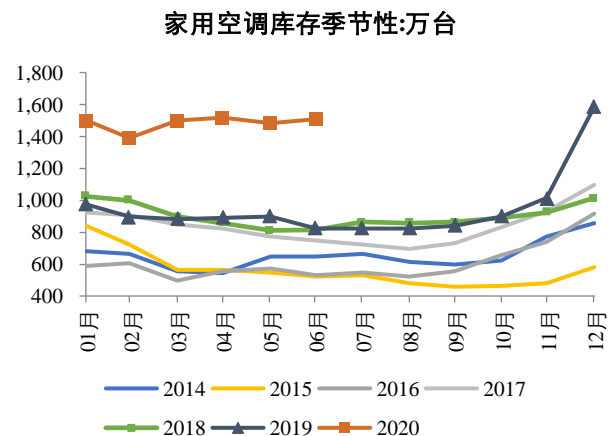
产业在线数据显示, 2020年6月家用空调总产量1741万台, 同比大幅增长21.5%, 1-6月空调产量7531.2万台, 同比下滑14.97%。6月空调库存1510.7万台, 空调库存压力仍较大。

图 20: 空调产量回升



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 21: 空调库存压力仍较大

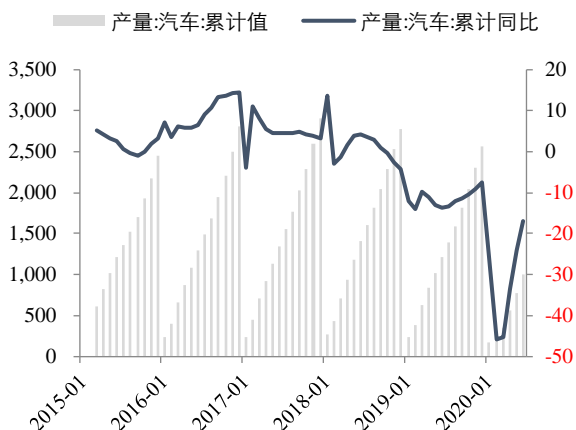


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.2.4 汽车产量大幅回升

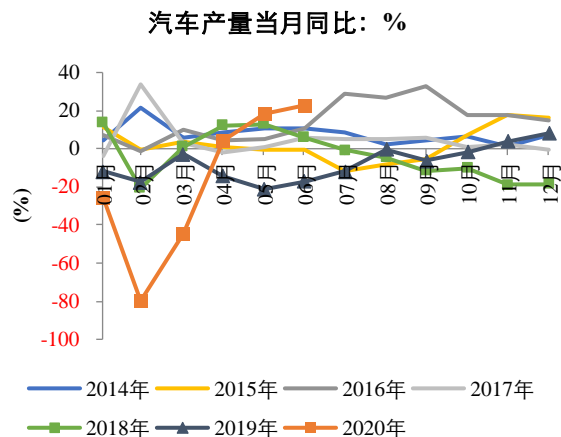
据中国汽车工业协会数据, 2020年1-6月全国共生产汽车1011.2万辆, 同比下滑16.65%。6月单月汽车产量同比正增长22.72%。

图 22: 汽车产量 (万辆, %)



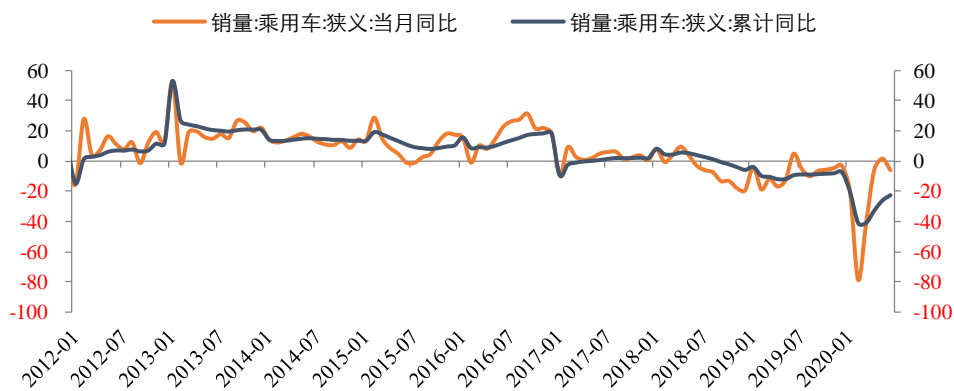
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23: 汽车产量增速季节性



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 24: 乘联会狭义乘用车销量变化 (%)



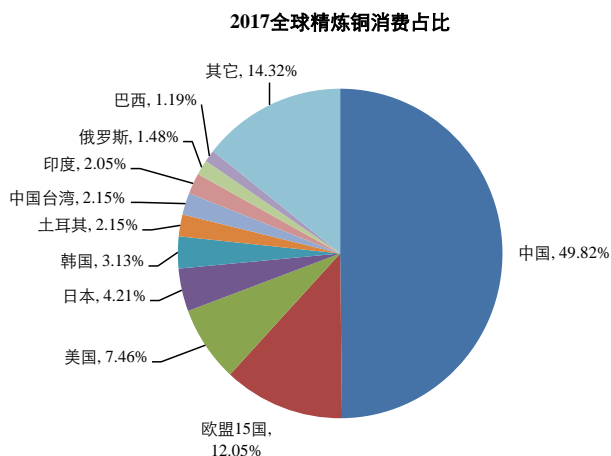
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.2.5 海外欧美发达国家制造业底部复苏

欧美国家精铜消费占全球比例在 20% 左右，是中国以外最大的两个消费区域。

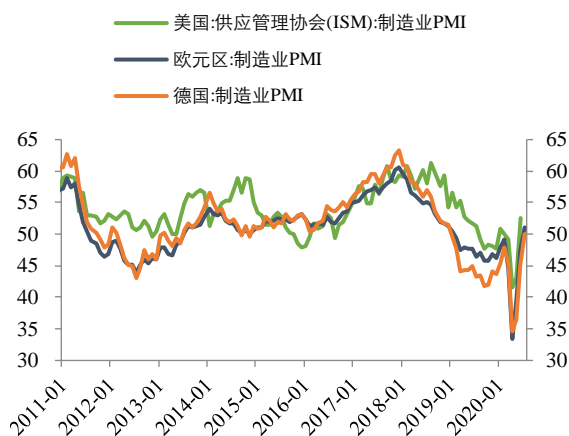
海外欧美发达国家底部复苏，对国内铜消费的正向拉动作用有望逐步显现。欧元区 7 月份制造业 PMI 超预期回升至 51.1，美国 7 月制造业恢复至 52.6，对国内铜消费的正向拉动作用有望逐步显现（中国出口至海外铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量 20% 以上）。

图 25: 欧美国家铜消费占比 20%



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 26: 欧美发达国家制造业情况

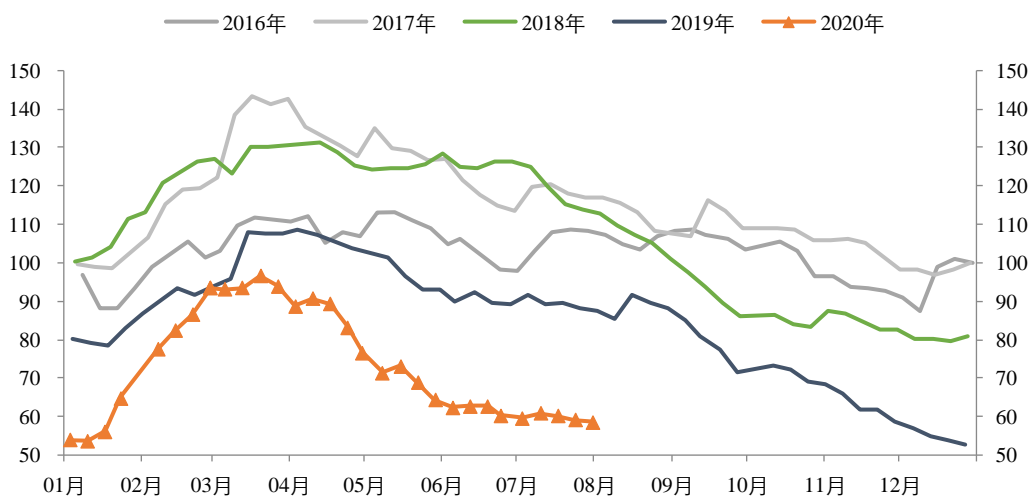


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.3 铜库存维持相对低位

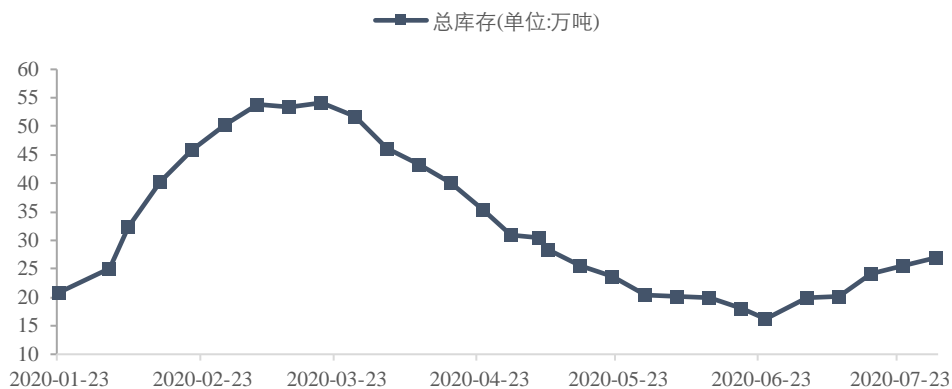
截至2020年7月31日，三大交易所叠加保税区库存下滑至64.37万吨，随着国内下游消费复苏，国内铜库存自3月底出现拐点以来，连续下滑10周。

图 27: 三大交易所叠加保税区库存下滑 (万吨)



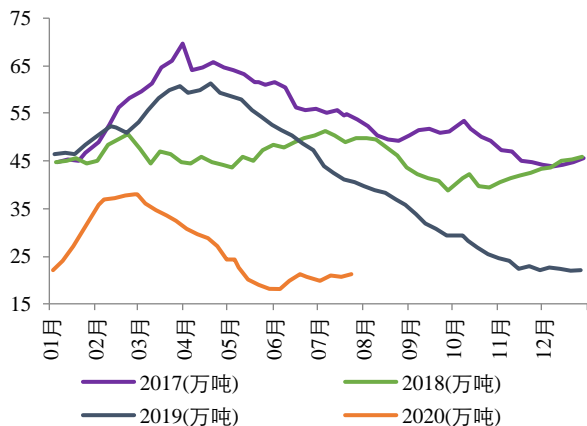
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 28: 国内三地 (上海、江苏、广东) 库存 (万吨)



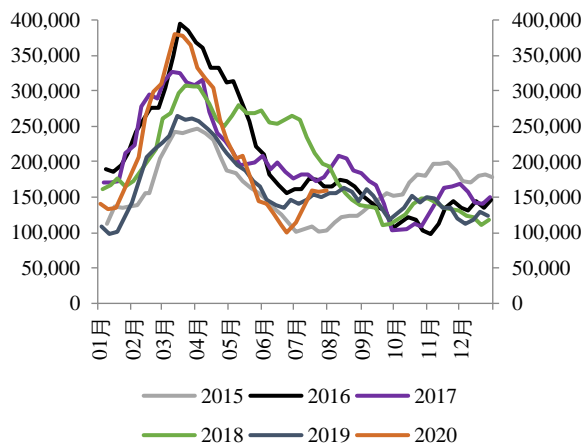
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 29: 保税区库存季节性 (万吨)



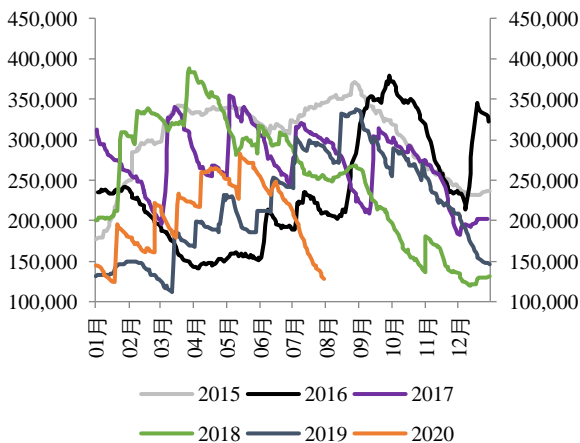
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 30: 上期所铜库存季节性 (吨)



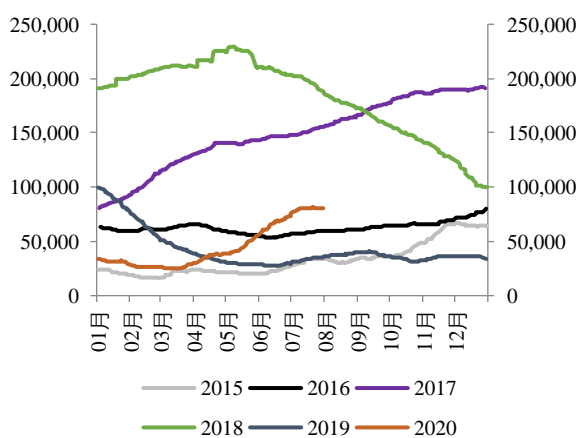
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 31: LME 铜库存季节性 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 32: COMEX 铜库存季节性 (吨)

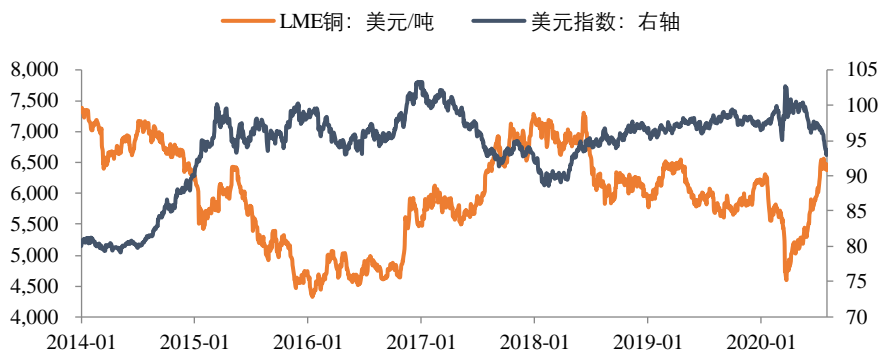


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 4. 宏观面：海外疫情不确定性仍较大

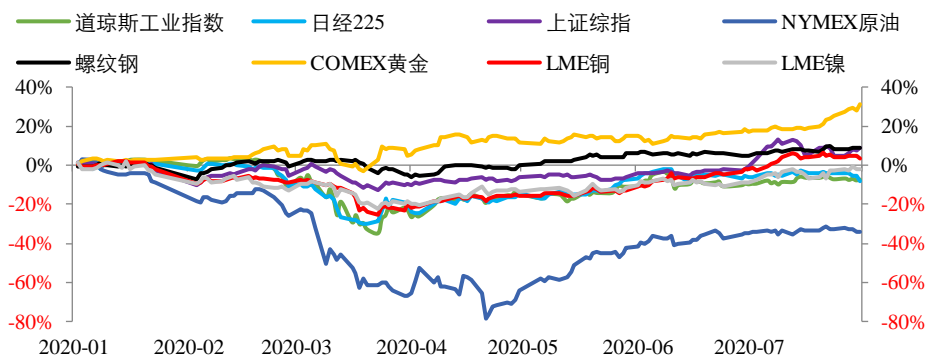
7月份美元指数大幅走低，截至7月31日收于93.4841，月环比下滑3.9000。海外疫情恶化，叠加近期中美关系的起伏，抑制基本金属金融属性。

图33：美元指数与铜价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图34：主要资产表现



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图35：市场恐慌情绪继续缓和



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 5. 结论

(1) 铜矿相对紧缺，铜矿加工费 TC 下滑至 50 美元/吨以下。主要生产地疫情对铜矿产量影响仍在发酵，二季度主要矿企产量下滑 8.35%，铜矿相对紧缺的状况延续，从矿企对下半年产量预期来看，大部分矿企仍担忧疫情对人员流动限制导致产量受损，我们预计三季度铜矿产量恢复力度有限，铜精矿加工费 TC 大概率维持低位。

(2) 冶炼厂经营压力较大，对精炼铜供应的影响逐步发酵。50 美元/吨以下的加工费对国内部分冶炼厂来说，已经亏损至现金成本，冶炼厂生产经营压力较大。目前国内已有部分铜冶炼厂受到原料紧张及利润下滑影响下调产量或进行检修调节，其中主要以民营性炼厂为主，后期精炼铜供应将逐步收到影响。

(3) 国内实体经济向好，铜消费稳定。国内工业活动恢复正常，7 月制造业 PMI 超预期恢复至 51.1，从铜下游开工来看，电线电缆企业开工率自 4 月份以来连续 4 个月超过 100%，国内铜消费稳中向好。

(4) 海外欧美发达国家底部复苏，对国内铜消费的正向拉动作用有望逐步显现。欧元区 7 月份制造业 PMI 超预期回升至 51.1，美国 7 月制造业恢复至 52.6，对国内铜消费的正向拉动作用有望逐步显现（中国出口至海外铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量 20%以上）。

综上，我们认为供应端铜矿加工费处于绝对低位，后期将逐步影响精炼铜供应，叠加国内外需求不差，铜价虽然短期在中美关系等外围不稳定情绪影响下出现回调，但中长期向上趋势难改变。

## 6. 风险提示

1. 海外疫情发展不确定；
2. 中美关系不稳定。



### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。